

## MODEL SOLUSI EFEKTIF STABILITAS PASAR SYARIAH

Yadi Nurhayadi<sup>1</sup>, Rito<sup>2</sup>, Ummu Salma Al-Azizah<sup>3</sup>

<sup>123</sup>Universitas Muhammadiyah Prof. DR. HAMKA

Email: yadinurhayadi@uhamka.ac.id, doankrito@gmail.com,  
ruzayna\_ririn@yahoo.com

Diterima: 3 Mei 2018; Direvisi: 7 Mei 2018; Disetujui: 25 Mei 2018

### Abstract

*The analysis is based on the investigation of Indonesia Stock Exchange datas from December 2006 to May 2017. In these cases, Jakarta Stock Exchange (JSX) Composite Index (Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)) and Jakarta Stock Exchange Liquid Index (LQ45) are classified as conventional market. Meanwhile, Sharia Market is represented by Jakarta Islamic Index (JII) dan Indonesia Sharia Stock Index (ISSI). The research will observe specifically at the fluctuations of sharia stocks at JII and ISSI compared with the fluctuations of conventional stocks on IHSG and LQ45. The reseach quantitative methods are Least Square Bivariate Analysis dan Multivariate Analysis, serta Pearson product-moment correlation and determination coefficient. Based on the results of the analysis of regression, correlation, determination, and investigation of datas, the research will formulate model of effective solution of sharia market stability.*

**Keywords:** *Bivariate Analysis, Multivariate Analysis, Stability Model, Sharia Market, Conventional Market.*

### Abstrak

Analisis ini didasarkan pada penelitian terhadap data Bursa Efek Indonesia mulai Desember 2006 hingga Mei 2017 (10 tahun 6 bulan). Dalam hal ini, Jakarta Stock Exchange (JSX) Composite Index (atau disebut juga Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)) dan Jakarta Stock Exchange Liquid Index (LQ45) diklasifikasikan sebagai pasar konvensional. Sementara itu pasar syariah diwakili oleh Jakarta Islamic Index (JII) dan Indonesia Sharia Stock Index (ISSI). Penelitian ini akan mencermati secara khusus fluktuasi saham-saham syariah pada JII dan ISSI dibandingkan dengan fluktuasi saham-saham konvensional pada IHSG dan LQ45. Metode kuantitatif yang digunakan adalah Least Square Bivariate Analysis dan Multivariate Analysis, serta Pearson product-moment correlation and determination coefficient. Dari hasil analisis regresi, korelasi, determinasi, serta investigasi diformulasikan model solusi efektif stabilitas pasar syariah.

**Kata Kunci:** Analisis Bivariat, Analisis Multivariat, Model Stabilitas, Pasar Syariah, Pasar Konvensional

## PENDAHULUAN

Indonesia sebagai negara muslim terbesar di dunia merupakan pasar yang sangat besar untuk pengembangan industri keuangan Syariah. Industri keuangan syariah di Indonesia telah berlangsung setidaknya sejak tahun 1992, dengan berdirinya bank umum syariah pertama, yaitu Bank Muamalat Indonesia. Sedangkan di sektor pasar modal, saham-saham syariah sudah mulai diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan diluncurkannya Jakarta Islamic Index (JII) pada tanggal 3 Juli 2000, lalu menyusul Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) pada tanggal 12 Mei 2011. Selain itu, investasi syariah di pasar modal juga dapat ditanamkan pada efek syariah yang lain seperti sukuk dan reksadana syariah (Indonesia Stock Exchange (IDX), 2017). Sementara itu, saham-saham konvensional di BEI yang tidak memenuhi syarat syariah, di antaranya tergabung di dalam Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dan Indeks Likuiditas Bursa Efek Jakarta (LQ45).

Saham-saham atau efek konvensional ini tidak terlarang mengikuti praktek riba (seperti mengacu kepada fluktuasi suku bunga perbankan konvensional); bidang

usahanya melakukan *gharar* (spekulasi), *maisir* (perjudian), serta usaha-usaha yang tidak sesuai syariah (seperti perbankan konvensional, perusahaan minuman keras, perusahaan rokok, dsb).

Perbedaan antara saham atau efek syariah dan saham atau efek konvensional pada dasarnya akan membawa kepada perbedaan fluktuasi nilai saham atau efek. Untuk memastikan adanya perbedaan tersebut, secara kuantitatif perlu dirumuskan persamaan regresi bivariate dan multivariate serta dilakukan analisis korelasi dan determinasi antara saham-saham syariah dengan saham-saham konvensional. Melengkapi perumusan dan analisis kuantitatif, secara kualitatif perlu dicermati pendapat dan perilaku investor dalam berinvestasi pada saham atau efek syariah dan saham atau efek konvensional di pasar modal.

Keseluruhan tindakan untuk memastikan adanya perbedaan antara pasar syariah (yang direpresentasikan oleh transaksi saham atau efek syariah) dan pasar konvensional (yang direpresentasikan oleh transaksi saham atau efek konvensional) tersebut dikemas di dalam suatu penelitian yang diarahkan untuk menemukan model solusi efektif stabilitas pasar syariah. Penelitian yang

dilakukan oleh Hakim dan Rashidian membahas perbandingan antara saham syariah pada *Dow Jones Islamic Market Index* (DJIMI) dan saham konvensional pada *Dow Jones Wilshire* (DJW) 5000 Index. Penelitian ini menggunakan *Cointegration analysis and Multivariate Autoregressive Model*.

Hasil yang didapatkan dari penelitian tersebut menyatakan bahwa investor pada DJIMI relative lebih bebas dari gangguan yang ada pada pasar modal; DJIMI dan DJW5000 tidak saling berkorelasi satu sama lain; dan mereka masing-masing berdiri sendiri dan tidak saling bergantung satu sama lain (Hakim & Rashidian, 2004).

Sementara itu, Hussein menguji dampak dari skrining etika terhadap kinerja *The Financial Times and The London Stock Exchange* (FTSE) *Global Islamic Index* and *Dow Jones IslamicMarket Index* (DJIMI). Pembahasan ini juga berkaitan dengan apakah keuntungan yang diperoleh investor yang membeli saham pada FTSE Global Islamic dan indeks DJIM berbeda satu sama lainnya, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Hipotesa yang dikembangkan oleh Hussein adalah skrining etika yang mungkin akan

menyebabkan skrining tambahan dan biaya pengawasan, ketersediaan keseluruhan perangkat investasi, dan adanya potensi larangan dalam diversifikasi.

Secara khususnya, skrining etika cenderung mengeliminasi perusahaan-perusahaan besar dari berbagai macam investasi dan menghasilkan perusahaan-perusahaan tersebut tetap dalam skala kecil dan tetap memberikan keuntungan yang volatile. Pada kenyataannya, penemuannya memiliki indikasi bahwa aplikasi skrining tersebut tidak memiliki dampak yang berlawanan dengan performa indeks Syariah. Secara umum, hasil penelitian ini menolak adanya asumsi bahwa investasi syariah menggambarkan performance investasi yang lemah jika dibandingkan dengan portofolio investasi yang tidak melalui proses skrining (Hussein, 2005).

Achsani, Effendi, dan Abidin membandingkan Indeks Syariah dari DJIMI Amerika, DJIMI Kanada, DJIMI Inggris, DJIMI Jepang, DJIMI Asia pasifik, JII Indonesia dan *Kuala Lumpur Syariah Index* (KLSI) Malaysia. Mereka menggunakan metode analisis korelasi, *Granger causality*, dan *vector autoregressive*. Hasil yang diperoleh

menunjukkan adanya hubungan yang sangat kuat antara indeks syariah; hubungan tersebut lebih kuat untuk pasar syariah yang lebih dekat; akan tetapi hubungan itu asimetris satu sama lain (Achsani, Effendi, & Abidin, 2007).

Penelitian yang dilakukan oleh Aziz dan Kurniawan menggunakan uji empiris terhadap *Kuala Lumpur Sharia Index* (KLSI) dan *Jakarta Islamic Index* (JII). Mereka menganalisis antara indeks-indeks yang menggambarkan statistika deskriptif, menguji sifat stokastik dari data series yang ada menggunakan uji unit root, dan GARCH dengan tujuan untuk menilai tingkat volatilitas dari data yang ada. indeks Volatilitas tersebut bergantung pada para pemain pasar. Selama para investor di pasar tersebut masih dalam kuantitas yang besar dan tidak memiliki paradigma Islam, indeks syariah hanya sekedar indeks, yang mana hanya akan memberi mereka keuntungan atau kerugian (Aziz & Kurniawan, 2007).

Chapakia dan Sanrego melakukan uji empiris mengenai resiko dan keuntungan dari pasar modal syariah dengan menggunakan beberapa metode ekonometrik seperti uji unit root, kointegrasi, dan *Vector Error Correlating Model* (VECM). Mereka menguji

hubungan dinamis dan hubungan jangka panjang antar indeks komposit (*Kuala Lumpur Stock Exchange Composite Index* (KLSE CI)), indeks syariah (KLSE Indeks Syariah), dan tarif bulanan dari 3 bulan *Treasury bill*. Hasil yang mereka dapatkan memiliki perbedaan dengan hasil dari penelitian yang dilakukan oleh Hakim dan Rahidian. Chapakia dan Sanrego menemukan bahwa terdapat korelasi dinamis yang tinggi antara indeks syariah dan indeks komposit. Hasil penelitian ini sangat bertolak belakang dengan hasil yang diperoleh oleh Hakim dan Rashidian bahwa tidak ada ketergantungan antara satu sama lain, dan mereka saling berdiri sendiri (Chapakia & Sanrego, 2007).

Saiti, Bacha, dan Masih menganalisa keuntungan harian dari lima indeks saham syariah (seperti, FTSE Indeks syariah China, FTSE indeks syariah India, FTSE indeks syariah Amerika, FTSE indeks syariah EMAS Malaysia dan Dow Jones indeks syariah) menggunakan pendekatan GARCH atau gabungan multivariat yang dinamis. Hasil penelitian mereka mengestimasi bahwa adanya hubungan kondisional yang dinamis antara lima indeks saham syariah tersebut melalui aplikasi yang baru dikembangkan, yaitu pendekatan *dynamic multivariate GARCH*

dengan tujuan untuk membantu antara investor syariah baik lokal maupun internasional untuk melakukan diversifikasi portfolio mereka dengan melakukan lindung nilai untuk menghindari resiko yang tidak terduga. Korelasi yang terjadi diantara lima indeks tersebut tidak konstan akan tetapi dinamis dan berbeda antara waktu yang ada. Oleh sebab itu, investor harus melakukan pengawasan terhadap hubungan ini dan mengatur portfolio investasi mereka (Saiti, Bacha, & Masih, 2013).

Penelitian yang dilakukan oleh Reddy dan Fu menguji apakah adanya perbedaan performansi antara saham syariah dan saham konvensional yang terdaftar dalam *Australian Stock Exchange* (ASX). Penemuan mereka menunjukkan bahwa adanya perbedaan yang signifikan secara statistik dalam kinerja saham syariah dan saham konvensional yang terdaftar dalam ASX yang berkaitan dengan resiko, jika tidak kinerja saham syariah tersebut mengikuti atau sama dengan kinerja saham konvensional. Selain itu, mereka juga memberitahukan bahwa adanya hubungan yang signifikan secara statistic antara keuntungan saham syariah dan saham konvensional (Reddy & Fu, 2014). Sclip, Dreassi, Miani dan Paltrinieri

melakukan penyiasatan tentang perilaku volatilitas dan pergerakan antara sukuk dan indeks saham konvensional internasional. Model GARCH multivariate asimetris dengan hubungan kondisional yang dinamis (DCC) yang mana keduanya mengestimasi dengan menggunakan distribusi-t student. Hipotesis utama mereka adalah bahwa sukuk merupakan obligasi yang *hybrid*, dengan kesamaan karakteristik diantara saham dan obligasi syariah, dikarenakan kerangka pembiayaan syariah secara spesifik. Mereka menggambarkan dampak dari korelasi yang tinggi antara sukuk dan pasar modal Amerika dan Eropa, tanpa menemukan pengetahuan yang pasti mengenai kualitas perilaku yang mempengaruhi obligasi syariah. Mereka juga menunjukkan adanya keterkaitan volatilitas antara sukuk dan indeks pasar local yang lebih tinggi pada saat krisis keuangan (Sclip, Dreassi, Miani, & Paltrinieri, 2016).

Penelitian dari Nurhayadi dan Wijiharjono pada lokasi yang sama menunjukkan bahwa JII memiliki korelasi yang tinggi dengan IHSG dan LQ45. Begitu pula ISSI memiliki korelasi yang tinggi dengan IHSG dan LQ45. Dalam hal ini, Nurhayadi dan Wijiharjono

menganggap IHSG dan LQ45 adalah representasi dari pasar konvensional (Nurhayadi & Wijiharjono, 2017).

Berdasarkan tinjauan pustaka diatas, maka penelitian ini memulai hipotesisnya bahwa pasar modal syariah memiliki hubungan yang sangat kuat dengan pasar modal konvensional. Penelitian ini menggunakan data dari aktifitas *Indonesia Stock Exchange* (IDX) yang terdiri dari JII dan ISSI yang mewakili pasar modal syariah; dan *JSX Composite index* serta LQ45 yang dianggap mewakili pasar modal konvensional. Pemanfaatan data terbaru terkait penelitian dengan tema ini akan menguatkan justifikasi bahwa pasar syariah tetap konsisten sampai dewasa ini dalam menjaga kesyariahannya. Demikian pula, penelitian ini memakai data terbaru yang relevan (dari tahun 2006 sampai dengan 2017), demi menjaga kualitas dan nilai kebaruan dari hasil penelitian.

Dalam penelitian ini, dinamika pasar syariah diamati dengan mencermati fluktuasi nilai saham syariah dalam *Jakarta Islamic Index* (JII) dan *Indonesia Sharia Stock Index* (ISSI). *Jakarta Islamic Index* terdiri dari 30 saham Syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), sedangkan ISSI terdiri dari seluruh saham Syariah yang tercatat di BEI. Baik JII,

ISSI, maupun efek syariah lain merupakan saham-saham atau efek yang diperdagangkan di BEI, yang telah melalui proses seleksi secara periodik agar memenuhi syarat syariah. Seleksi tersebut di antaranya bahwa saham-saham dan efek syariah tidak terkait dengan riba (berupa fluktuasi suku bunga perbankan konvensional), *gharar* (spekulasi), *maisir* (perjudian), serta usaha-usaha yang tidak sesuai syariah (seperti perbankan konvensional, perusahaan minuman keras, perusahaan rokok, dsb) (DSN-MUI, 2013-2017).

Kriteria JII jika dibandingkan ISSI yaitu sebagai berikut. Pertama, JII dipilih dari seluruh saham yang telah memenuhi syarat syariah sesuai Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah (DES) yang tergabung dalam ISSI. Kedua, dari seluruh saham itu diseleksi kembali dipilih 60 saham dari DES yang memiliki kapitalisasi terbesar dalam setahun terakhir. Ketiga, dari 60 saham itu dipilih 30 saham berdasarkan tingkat likuiditas tertinggi, yaitu dari nilai transaksi di pasar reguler selama setahun terakhir (Indonesia Stock Exchange (IDX), 2017).

## METODE PENELITIAN

Data dianalisis dengan *bivariate and multivariate analysis*. Analisis ini

didasarkan pada persamaan-persamaan yang dibangun oleh Ronald E. Walpole, Raymond H Myers, Sharon L Myers, and Keying Ye (Walpole, Myers, Myers, & Ye, 2013). Pada analisis bivariat, pasar konvensional dinyatakan sebagai variabel bebas ( $x$ ) dan pasar syariah sebagai variabel terikat ( $y$ ). Estimasi garis regresinya diberikan oleh persamaan,

$$\hat{y} = b_0 + b_1 x \quad (1).$$

Data pasar konvensional ( $x$ ) dan pasar syariah ( $y$ ) diplot berupa diagram pencar. Kecenderungan pola titik pada diagram pencar menunjukkan pola berupa garis lurus, yang mengindikasikan adanya linieritas antara kedua variabel. Jika diberikan sampel pasangan titik  $\{(x_i, y_i); i = 1, 2, \dots, n\}$ , metode *least squares* mengestimasi  $b_0$  dan  $b_1$  dari persamaan (1) dalam formula,

$$b_1 = \frac{n \sum_{i=1}^n x_i y_i - \left( \sum_{i=1}^n x_i \right) \left( \sum_{i=1}^n y_i \right)}{n \sum_{i=1}^n x_i^2 - \left( \sum_{i=1}^n x_i \right)^2}$$

dan

$$b_0 = \bar{y} - b_1 \bar{x} \quad (2).$$

Dengan diketahuinya  $b_0$  dan  $b_1$  maka persamaan (1) terdefinisi. Korelasi antara  $x$  dan  $y$  dihitung dengan formulasi *Pearson product-moment correlation coefficient*,  $r$

$$r = \frac{S_{xy}}{\sqrt{S_{xx} S_{yy}}}$$

di mana

$$S_{xx} = \sum_{i=1}^n x_i^2 - \frac{\left( \sum_{i=1}^n x_i \right)^2}{n}, \quad S_{yy} = \sum_{i=1}^n y_i^2 - \frac{\left( \sum_{i=1}^n y_i \right)^2}{n},$$

$$S_{xy} = \sum_{i=1}^n x_i y_i - \frac{\left( \sum_{i=1}^n x_i \right) \left( \sum_{i=1}^n y_i \right)}{n} \quad (3)$$

Nilai  $r$  antara  $-1$  dan  $+1$  atau  $-1 \leq r \leq +1$ . Jika  $r$  bernilai  $-1$  atau dekat  $-1$  berarti peubah acak  $X$  berkorelasi kuat dengan peubah acak  $Y$  secara negatif. Sebaliknya, jika  $r$  bernilai  $1$  atau dekat  $1$  berarti peubah acak  $X$  berkorelasi kuat dengan peubah acak  $Y$  secara positif. Serta, jika  $r$  bernilai  $0$  atau dekat  $0$  berarti peubah acak  $X$  tidak berkorelasi atau berkorelasi lemah dengan peubah acak  $Y$ . Koefisien determinasi, yang menyatakan persentase besar pengaruh variabel  $x$  terhadap  $y$  dinyatakan dengan  $r^2$ . Misalnya jika koefisien korelasinya ( $r =$ )  $0,8$ , maka koefisien determinasinya ( $r^2 =$ )  $0,64$ . Ini menunjukkan  $64\%$  variabel  $x$  mempengaruhi variabel  $y$ .

Sementara itu, pada analisis multivariat indeks pasar konvensional IHSG dan LQ45 dinyatakan sebagai dua variabel bebas  $x_1$  dan  $x_2$ , dan indeks pasar syariah

sebagai variabel terikat  $y$ . Persamaan garis regresi linier bergandanya adalah

$$\hat{y} = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 \quad (4).$$

Jika diberikan data  $\{(x_1, x_2, y); i = 1, 2, \dots, n\}$ , melalui metode *least square*  $b_0, b_1, b_2$  diestimasi berdasarkan penyelesaian dari tiga persamaan berikut.

$$\begin{aligned} nb_0 + b_1 \sum_{i=1}^n x_{1i} + b_2 \sum_{i=1}^n x_{2i} &= \sum_{i=1}^n y_i, \\ b_0 \sum_{i=1}^n x_{1i} + b_1 \sum_{i=1}^n x_{1i}^2 + b_2 \sum_{i=1}^n x_{1i}x_{2i} &= \sum_{i=1}^n x_{1i}y_i, \\ b_0 \sum_{i=1}^n x_{2i} + b_1 \sum_{i=1}^n x_{1i}x_{2i} + b_2 \sum_{i=1}^n x_{2i}^2 &= \sum_{i=1}^n x_{2i}y_i \end{aligned} \quad (5).$$

Koefisien determinasi ( $r^2$ ) diberikan oleh

$$r^2 = \frac{\left[ b_0 \sum_{i=1}^n y_i + b_1 \sum_{i=1}^n x_{1i}y_i + b_2 \sum_{i=1}^n x_{2i}y_i - \left( \sum_{i=1}^n y_i \right)^2 / n \right]}{\sum_{i=1}^n y_i^2 - \frac{\left( \sum_{i=1}^n y_i \right)^2}{n}} \quad (6)$$

dan koefisien korelasi  $r$  diberikan oleh

$$r = \sqrt{r^2} \quad (7).$$

Data penelitian berasal dari rentang 10 tahun 6 bulan (Desember 2006 – Mei 2017) dari data indeks *JSX Composite* (IHSG), LQ45, dan JII; serta 6 tahun 5 bulan (Januari 2011 – Mei 2017) data ISSI. Nilai saham selalu dicatat pada waktu penutupan di hari terakhir tiap

bulan. Dalam penelitian ini disusun 6 skenario penelitian sebagai berikut.

1.  $x = \text{JSX Composite}$ ,  $y = \text{JII}$ , analisis bivariat.
  2.  $x = \text{LQ45}$ ,  $y = \text{JII}$ , analisis bivariat.
  3.  $x_1 = \text{JSX Composite}$ ,  $x_2 = \text{LQ45}$ ,  $y = \text{JII}$ , analisis multivariat.
  4.  $x = \text{JSX Composite}$ ,  $y = \text{ISSI}$ , analisis bivariat.
  5.  $x = \text{LQ45}$ ,  $y = \text{ISSI}$ , analisis bivariat.
- $x_1 = \text{JSX Composite}$ ,  $x_2 = \text{LQ45}$ ,  $y = \text{ISSI}$ , analisis multivariate.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Persamaan regresi, koefisien determinasi, dan koefisien korelasi menurut enam skenario, memberikan hasil sebagai berikut.

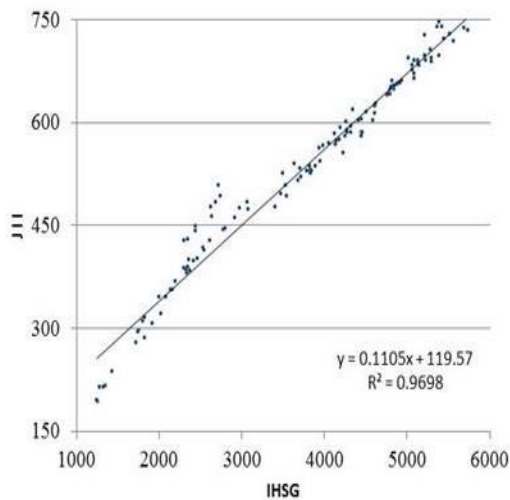
Skenario Ke-1:  $x = \text{JSX Composite}$ ,  $y = \text{JII}$ , analisis bivariat. Berdasarkan data (tersaji pada Lampiran A) IHSG (yaitu *JSX Composite* sebagai variabel- $x$ ) dan JII (sebagai variabel- $y$ ) melalui analisis bivariat didapat persamaan regresi linier sederhana,

$$\hat{y} = 119,57 + 0,1105x$$

dengan koefisien korelasi  $r = 0,9848$  dan koefisien determinasi  $r^2 = 0,9698$ . Hasil ini menunjukkan bahwa antara IHSG dan JII berbanding lurus, yaitu jika nilai IHSG meningkat, nilai JII juga meningkat. Demikian pula sebaliknya. Antara IHSG



dan JII juga memiliki korelasi yang kuat positif, dengan 96,98% nilai IHSG mempengaruhi nilai JII.



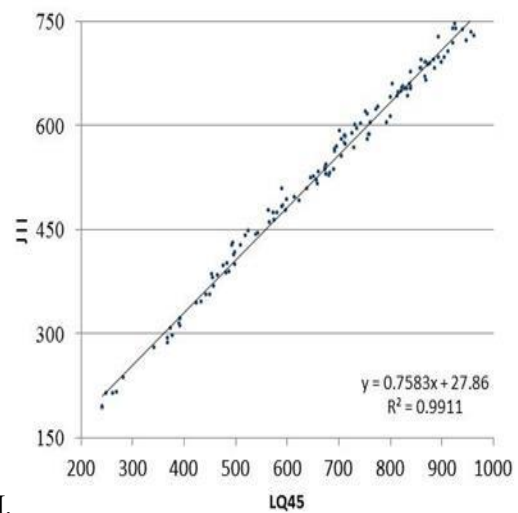
Gambar 1. IHSG vs JII.

Skenario Ke-2:  $x = \text{LQ45}$ ,  $y = \text{JII}$ , analisis bivariat. Berdasarkan data LQ45 (sebagai variabel- $x$ ) dan JII (sebagai variabel- $y$ ) melalui analisis bivariat didapat persamaan regresi linier sederhana,

$$\hat{y} = 27,860 + 0,758x$$

dengan koefisien korelasi  $r = 0,996$  dan koefisien determinasi  $r^2 = 0,9911$ . Hasil ini menunjukkan bahwa antara LQ45 dan JII berbanding lurus, yaitu jika nilai LQ45 meningkat, nilai JII juga meningkat. Demikian pula sebaliknya. Antara LQ45 dan JII juga memiliki korelasi yang kuat positif, dengan 99,11% nilai LQ45 mempengaruhi

nilai



JII.

Gambar 2. LQ45 vs JII.

Skenario Ke-3:  $x_1 = \text{JSX Composite}$ ,  $x_2 = \text{LQ45}$ ,  $y = \text{JII}$ , analisis multivariat. Berdasarkan data IHSG (yaitu JSX Composite sebagai variabel- $x_1$ ), LQ45 (sebagai variabel- $x_2$ ), dan JII (sebagai variabel- $y$ ) melalui analisis multivariat didapat persamaan regresi linier berganda,

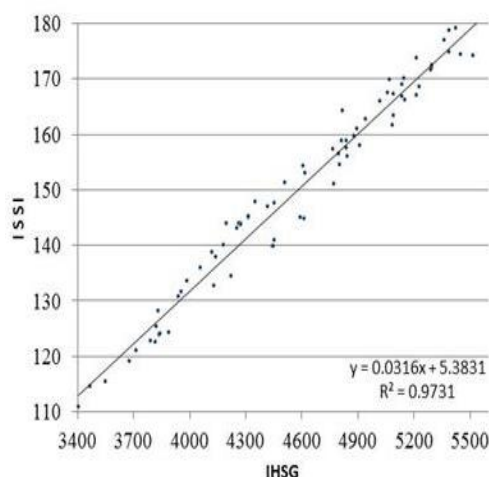
$$\hat{y} = 20,953 - 0,0094x_1 + 0,8212x_2$$

dengan koefisien korelasi  $r = 0,9956$  dan koefisien determinasi  $r^2 = 0,9913$ . Hasil ini menunjukkan bahwa antara IHSG dan LQ45 dengan JII berbanding lurus, yaitu jika nilai IHSG dan LQ45 meningkat, nilai JII juga meningkat. Demikian pula sebaliknya. Antara IHSG dan LQ45 dengan JII juga memiliki korelasi yang kuat positif, dengan 99,13% nilai IHSG dan LQ45 mempengaruhi nilai JII.

Skenario Ke-4:  $x = \text{JSX Composite}$ ,  $y = \text{ISSI}$ , analisis bivariat. Berdasarkan data IHSG (sebagai variabel- $x$ ) dan ISSI (sebagai variabel- $y$ ) melalui analisis bivariat didapat persamaan regresi linier sederhana,

$$\hat{y} = 5,383 + 0,0316x$$

dengan koefisien korelasi  $r = 0,9865$  dan koefisien determinasi  $r^2 = 0,9731$ . Hasil ini menunjukkan bahwa antara IHSG dan ISSI berbanding lurus, yaitu jika nilai IHSG meningkat, nilai ISSI juga meningkat. Demikian pula sebaliknya. Antara IHSG dan ISSI juga memiliki korelasi yang kuat positif, dengan 97,31% nilai IHSG mempengaruhi nilai ISSI.



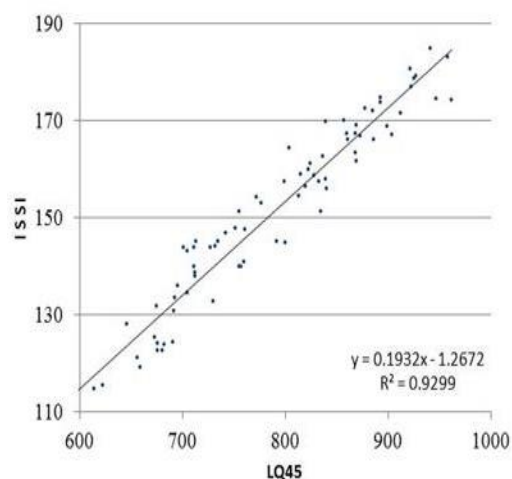
Gambar 3. IHSG vs ISSI.

Skenario Ke-5:  $x = \text{LQ45}$ ,  $y = \text{ISSI}$ , analisis bivariat. Berdasarkan data LQ45 (sebagai variabel- $x$ ) dan ISSI (sebagai variabel- $y$ ) melalui analisis bivariat didapat persamaan regresi linier sederhana,

$$\hat{y} = -1,267 + 0,193x$$

dengan koefisien korelasi  $r = 0,964$  dan koefisien determinasi  $r^2 = 0,9299$ . Hasil ini menunjukkan bahwa antara LQ45 dan ISSI berbanding lurus, yaitu jika nilai LQ45 meningkat, nilai ISSI juga meningkat. Demikian pula sebaliknya. Antara LQ45 dan ISSI juga memiliki korelasi yang kuat positif,

dengan 92,99% nilai LQ45 mempengaruhi nilai ISSI.



Gambar 4. LQ45 vs ISSI.

Skenario Ke-6:  $x_1 = \text{JSX Composite}$ ,  $x_2 = \text{LQ45}$ ,  $y = \text{ISSI}$ , analisis multivariat. Berdasarkan data IHSG (variabel- $x_1$ ), LQ45 (variabel- $x_2$ ), dan ISSI (variabel- $y$ ) melalui analisis multivariat didapat persamaan regresi linier berganda,

$$\hat{y} = 11,747 + 0,0485x_1 - 0,1072x_2$$

dengan koefisien korelasi  $r = 0,9896$  dan koefisien determinasi  $r^2 = 0,9793$ . Dalam hal ini, hasil di atas menunjukkan bahwa antara IHSG dan LQ45 dengan ISSI justru berbanding terbalik. Yaitu jika nilai IHSG dan LQ45 serempak meningkat nilai ISSI justru menurun. Walau begitu antara IHSG dan LQ45 dengan ISSI masih memiliki korelasi yang kuat positif, dengan 97,93% nilai IHSG dan LQ45 mempengaruhi nilai ISSI.

Semua skenario menunjukkan bahwa antara variabel bebas dan variabel terikat memiliki korelasi kuat positif. Variabel bebas mempengaruhi variabel terikat lebih dari 90%.

Kondisi ini menyiratkan bahwa antara pasar konvensional dan pasar syariah memiliki korelasi yang tinggi. Padahal pasar syariah seharusnya tidak memiliki keterkaitan dengan Suku Bunga, *gharar* (spekulasi), *maisir* (perjudian), serta usaha-usaha yang tidak sesuai syariah.

Tingginya koefisien korelasi dan koefisien determinasi pada semua skenario, setelah menganalisis data emiten di semua indeks secara cermat, diduga kuat karena hal-hal sebagai berikut.

Dari 572 emiten yang terdaftar di IHSG, seluruh emiten JII (30 emiten) ada di dalamnya (lihat Lampiran 2). Dengan demikian, JII adalah bagian dari IHSG, sehingga fluktuasi nilai saham IHSG sangat mempengaruhi fluktuasi nilai saham JII.

Dari 45 emiten yang terdaftar di LQ45 dan 30 emiten di JII, 28 emiten pada keduanya adalah emiten yang sama (lihat Lampiran 2). Dengan demikian sebagian besar emiten JII (93,33%) terdaftar pula di LQ45, sehingga fluktuasi nilai saham LQ45 sangat mempengaruhi fluktuasi nilai saham JII.

Karena dua fakta di atas, maka IHSG dan LQ45 keduanya serempak berpengaruh kuat pada fluktuasi JII.

Dari 572 emiten yang terdaftar di IHSG, 326 di antaranya juga terdaftar di ISSI (lihat Lampiran 2, total emiten ISSI ada 331). Dengan demikian, sebagian besar ISSI adalah bagian dari IHSG, sehingga fluktuasi nilai

saham IHSG sangat mempengaruhi fluktuasi nilai saham ISSI.

Dari 45 emiten yang terdaftar di LQ45, 33 emiten juga terdaftar di ISSI. Dengan demikian sebagian besar emiten LQ45 (73,33%) terdaftar pula di ISSI, sehingga fluktuasi nilai saham LQ45 juga berpengaruh pada fluktuasi nilai saham ISSI.

Berdasar pada fakta dari nomor 4 dan 5 di atas, maka fluktuasi pada IHSG dan LQ45 akan berpengaruh pada fluktuasi ISSI.

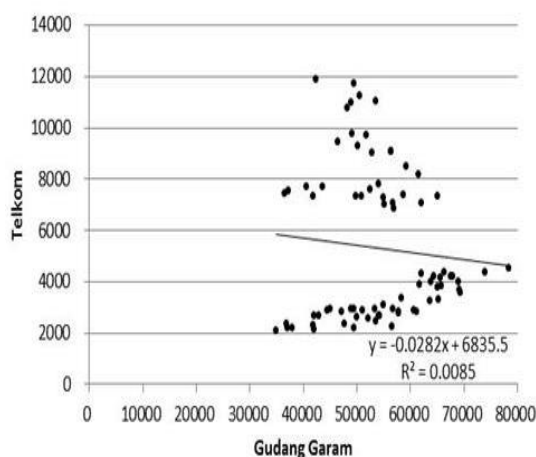
Untuk lebih memastikan bagaimana sebenarnya korelasi antara pasar syariah dengan pasar konvensional, dilakukan uji regresi, korelasi, dan determinasi antara emiten syariah (PT Telekomunikasi Indonesia (Persero)) dan emiten non syariah (PT Gudang Garam Tbk). PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) terdaftar di JII dan ISSI. Sedangkan PT Gudang Garam Tbk non syariah, tidak terdaftar di JII maupun ISSI.

Uji regresi, korelasi, dan determinasi:  $x$  = Nilai Saham PT Gudang Garam,  $y$  = Nilai Saham PT Telekomunikasi Indonesia, analisis bivariat. Didapat persamaan regresi linier sederhana,

$$\hat{y} = 6835,52 - 0,0282x$$

dengan koefisien korelasi  $r = -0,0923$  dan koefisien determinasi  $r^2 = 0,00853$ . Hasil ini menunjukkan bahwa antara nilai saham PT Gudang Garam dengan nilai saham PT Telekomunikasi Indonesia tidak saling berkorelasi. Hasil ini juga menegaskan bahwa pasar syariah memiliki stabilitas yang berbeda

serta tidak berkorelasi dengan fluktuasi pasar konvensional (non syariah).



Gambar 5. Gudang Garam vs Telkom.

Berdasarkan keseluruhan hasil di atas, model solusi efektif stabilitas pasar syariah dirumuskan sebagai berikut.

Pada pasar syariah, jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaannya (dalam hal ini direpresentasikan oleh perusahaan Emiten atau perusahaan Publik yang menerbitkan Efek Syariah) tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

Pada seluruh pasar syariah tersebut, pelaksanaan transaksi harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi dan manipulasi yang didalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, *risywah*, *maksiat*, dan *kezaliman*.

Dalam menghitung nilai indeks saham gabungan, daftar perusahaan emiten atau perusahaan publik syariah tidak digabung

dengan perusahaan emiten atau perusahaan publik non syariah.

Jika poin 1, 2, dan 3 model solusi stabilitas pasar syariah di atas dilaksanakan dengan konsisten dan disiplin, stabilitas pasar yang murni syariah akan nampak dan berbeda serta tidak berkorelasi jika dibandingkan dengan pasar yang murni non syariah.

## SIMPULAN

Fluktuasi data IHSG dan LQ45 memiliki korelasi dan determinasi yang tinggi terhadap fluktuasi data JII dan ISSI. Akan tetapi, IHSG dan LQ45 pada kenyataannya tidak tepat jika dinyatakan sebagai representasi pasar konvensional (non syariah), karena sebagian besar emiten yang terdaftar di JII dan ISSI juga terdaftar di IHSG dan LQ45.

Setelah membandingkan antara nilai saham emiten syariah dengan emiten non syariah, didapat hasil bahwa pasar syariah tidak berkorelasi dengan pasar konvensional. Dengan demikian, hipotesis awal penelitian bahwa pasar modal syariah memiliki hubungan yang sangat kuat dengan pasar modal konvensional tidak tepat.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa koefisien determinasi antara pasar syariah dan pasar konvensional sangat rendah. Pasar konvensional tidak mempengaruhi pasar syariah, demikian pula pasar syariah tidak mempengaruhi pasar konvensional.

Setelah memperhatikan fluktuasi nilai saham emiten syariah dibandingkan emiten non syariah yang tidak saling berkorelasi,

dapat disimpulkan bahwa investor pasar syariah telah konsisten dalam berinvestasi, sehingga fluktuasi pasar syariah berbeda dan tidak berkorelasi dengan pasar konvensional.

Model solusi efektif stabilitas pasar syariah yaitu sebagai berikut. Pertama, pada pasar syariah, jenis usaha, produk barang, jasa yang diberikan dan akad serta cara pengelolaannya tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Kedua, pada seluruh pasar syariah tersebut, pelaksanaan transaksi harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi dan manipulasi yang didalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, *risywah*, *maksiat*, dan *kezaliman*. Ketiga, dalam menghitung nilai indeks saham gabungan, daftar perusahaan emiten atau perusahaan publik syariah tidak digabung dengan perusahaan emiten atau perusahaan publik non syariah.

Untuk lebih menegaskan bahwa fluktuasi pasar syariah berbeda dengan pasar konvensional, serta stabilitas pasar syariah tidak terganggu oleh fluktuasi pasar konvensional, perlu dibandingkan lebih lengkap lagi antara data fluktuasi pasar syariah dengan pasar konvensional.

Dalam membandingkan fluktuasi pasar syariah dan pasar konvensional secara agregat, daftar emiten harus spesifik. Yaitu, daftar emiten syariah hanya diisi oleh perusahaan-perusahaan yang murni syariah; sedangkan daftar emiten konvensional hanya

diisi oleh perusahaan-perusahaan yang murni non syariah. Saran-saran

## REFERENSI

- Achsani, N. A., Effendi, J., & Abidin, Z. (2007). *Dynamic Interdependence among International Islamic Stock Market Indices: Evidence from 2000-2007. The International Conference on Islamic Capital Market: Regulation Products and practise with Relevance to Islamic Banking and Finance* (hal. 623-624). Jakarta: Muamalat Institute-IRTI IDB.
- Aziz, H. A., & Kurniawan, T. (2007). *Modelling the Volatility of Shari'ah Index: Evidence from Kuala Lumpur Shari'ah Index (KLSI) and The Jakarta Islamic Index (JII). The International Conference on Islamic Capital Market: Regulation Products and Practise with Relevance to Islamic Banking and Finance* (hal. 127-157). Jakarta: Muamalat Institute - IRTI IDB.
- Chapakia, H., & Sanrego, Y. D. (2007). *An Empirical Analysis of Islamic Stock Returns in Malaysia. The International Conference on Islamic Capital Market: Regulation Products and Practise*

- with Relevance to Islamic Banking and Finance* (hal. 161 - 192). Jakarta: IRTI IDB - UI.
- Chapra, U. (2000). *The Future of Economics an Islamic Perspective*. Leicester: The Islamic Foundation.
- DSN-MUI.(2013-2017). *Fatwa Dewan Syariah Nasional no 40*. Dipetik Februari 20, 2017, dari DSN MUI: <http://dsnmui.or.id/index.php?mact=News,cntnt01,detail,0&cntnt01articleid=41&cntnt01origid=59&cntnt01detailtemplate=Fatwa&cntnt01returnid=61>
- Hakim, S., & Rashidian, M. (2004). *Risk and Return of Islamic Stock Market Indexes. International Seminar of Nonbank Financial Institutions: Islamic Alternative* (pp. 7-8). Kuala Lumpur: IRTI-IDB.
- Hussein, K. A. (2005). *Islamic Investment: Evidence from Dow Jones and FTSE Indices. International Conference on Islamic Economics and Finance – Islamic Economics and Banking in The 21st Century* (pp. 273-285). Jakarta: BI-IRTI IDB-IAEI-UI.
- Indonesia Stock Exchange (IDX).(2017). *Sharia. Retrieved June 11, 2018, from IDX Indonesia Stock Exchange:* <http://www.idx.co.id/en-us/home/productandservices/sharia.aspx>
- Muljawan, D. (2005). *A Design for Islamic Banking Rating System: An Integrated Approach. International Conference on Islamic Economics and Finance Proceeding* (pp. 327-328). Jakarta: BI-IRTI IDB-IAEI-UI.
- Nurhayadi, Y., & Wijiharjono, N. (2017). *Strong Correlations Between Sharia Market and Conventional Market: Evidence from Indonesia Stock Exchange. The 1st UICIHSS UHAMKA International Conference on Islamic Humanities and Social Sciences* (pp. 192-204). Jakarta: University of Muhammadiyah Prof. DR. HAMKA Jakarta - Indonesia.
- Reddy, K., & Fu, M. (2014). *Does Shariah Compliant Stocks Perform Better than the Conventional Stocks? A Comparative Study of Stocks Listed on the Australian Stock Exchange. Asian Journal of Finance & Accounting*, 155-170.

- Saiti, B., Bacha, O. I., & Masih, M. (2013). *Estimation of Dynamic Conditional Correlations of Shariah-Compliant Stock Indices through the Application of Multivariate GARCH Approach. Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 259-267.
- Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (2002). *Economics*. New York: McGraw-Hill.
- Sclip, A., Dreassi, A., Miani, S., & Paltrinieri, A. (2016). *Dynamic Correlations and Volatility Linkages between Stocks and Sukuk: Evidence from International Market. Review of Financial Economics*, 1-11.
- Walpole, R. E., Myers, R. H., Myers, S. L., & Ye, K. (2013). *Essential of Probability and Statistic for Engineers and Scientist*. Boston: Pearson.